

# Inhaltsübersicht

<b>Einleitung</b> .....	31
A. Gegenstand der Untersuchung .....	31
B. Gang der Darstellung .....	34

## *Erstes Kapitel*

<b>Grundlagen der Schwarmfinanzierung</b> .....	36
A. Begriffsbestimmung .....	36
I. Entwicklungsgeschichte des Phänomens .....	37
II. Wesen des Crowdfundings .....	40
III. Typen des Crowdfundings .....	42
B. Wirtschaftliche Betrachtung des Phänomens .....	48
I. Gründe für die Wahl des Crowdfundings als Finanzierungsweg .....	48
II. Dynamik des Crowdfundings – Marktdaten .....	53
C. Die Crowdfunding-Kampagne .....	61
I. Ablauf einer Crowdfunding-Kampagne .....	61
II. Akteure beim Crowdfunding .....	64
D. Zusammenfassung .....	70

## *Zweites Kapitel*

<b>Die Anlageformen im deutschen Recht</b> .....	71
A. Unterteilung der Anlageformen .....	71
B. Die Regulierung des Crowdfundings im deutschen Recht: abstrakte Darstellung ....	72
I. Erlaubnispflichten .....	73
II. Prospektpflichten .....	79
C. Die konkreten Anlageformen und deren regulatorische Voraussetzungen .....	83
I. Schuldrechtliche Konstruktionen .....	83
II. Gesellschaftsrechtliche Konstruktionen .....	103
D. Regulierung als Motor der tatsächlichen Verwendung .....	108

**Literaturverzeichnis** ..... 294

**Sachwortverzeichnis** ..... 326

# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung</b> .....	31
A. Gegenstand der Untersuchung .....	31
B. Gang der Darstellung .....	34

## *Erstes Kapitel*

<b>Grundlagen der Schwarmfinanzierung</b> .....	36
A. Begriffsbestimmung .....	36
I. Entwicklungsgeschichte des Phänomens .....	37
1. Vom Crowdsourcing zum Crowdfunding .....	37
2. Erste Finanzierungen und erste Plattformen .....	38
II. Wesen des Crowdfundings .....	40
III. Typen des Crowdfundings .....	42
1. Bisherige Systematisierung .....	42
2. Einteilung des profitorientierten Crowdfundings .....	44
a) Bisherige Abgrenzung: Crowdlending und Crowdinvesting .....	44
b) Die neue Kategorisierung in der ECSP-Verordnung: Kreditbasierte und anlagebasierte Schwarmfinanzierung .....	46
c) Vereinbarkeit der Begriffsbestimmungen .....	47
3. Ergebnis .....	48
B. Wirtschaftliche Betrachtung des Phänomens .....	48
I. Gründe für die Wahl des Crowdfundings als Finanzierungsweg .....	48
1. Crowdfunding als alternative Finanzierungsquelle .....	48
2. Zugang des Unternehmens zu einer großen Anzahl von Personen .....	51
3. Crowdfunding als Marketinginstrument .....	53
II. Dynamik des Crowdfundings – Marktdaten .....	53
1. Allgemein .....	53
a) Weltweite Entwicklung .....	54
b) Crowdfunding in der Europäischen Union .....	56
c) Der deutsche Markt für Schwarmfinanzierungen .....	57
2. Marktdaten nach Finanzierungszielen .....	58
a) Projektorientierte Finanzierungen .....	58

b) Finanzierung von Unternehmen ..... 59

C. Die Crowdfunding-Kampagne ..... 61

I. Ablauf einer Crowdfunding-Kampagne ..... 61
   
 1. Initiationsphase ..... 61
   
 2. Annahme durch die Plattform und Vorbereitung der Kampagne ..... 61
   
 3. Durchführung der Finanzierungskampagne ..... 63
   
 4. Abschluss der Kampagne und Auszahlung der Finanzierung ..... 64

II. Akteure beim Crowdfunding ..... 64
   
 1. Der Kapitalsuchende ..... 64
   
 2. Die Anleger als Crowd ..... 65
   
 3. Die Schwarmfinanzierungsplattform als Vermittler ..... 66
   
 a) Die Doppelrolle zwischen Projektträger und Anleger ..... 67
   
 b) Vergütung der Plattform ..... 68
   
 4. Beteiligung von Zweckgesellschaften ..... 68

D. Zusammenfassung ..... 70

Zweites Kapitel

Die Anlageformen im deutschen Recht 71

A. Unterteilung der Anlageformen ..... 71

B. Die Regulierung des Crowdfundings im deutschen Recht: abstrakte Darstellung .... 72
   
 I. Erlaubnispflichten ..... 73
   
 1. Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 KWG ..... 74
   
 a) Betreiben von Bankgeschäften im Sinne von § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1–12 KWG ..... 74
   
 b) Anforderungen an die Erlaubniserteilung ..... 75
   
 2. Erlaubnis nach § 15 Abs. 1 WpIG ..... 76
   
 3. Erlaubnis nach § 10 Abs. 1 ZAG? ..... 79
   
 II. Prospektpflichten ..... 79
   
 1. Prospektpflichten des Vermögensanlagegesetzes (VermAnlG) ..... 80
   
 2. Prospektpflicht des Art. 3 Abs. 1 VO (EU) 2017/1129 (Prospektverordnung) 82

C. Die konkreten Anlageformen und deren regulatorische Voraussetzungen ..... 83
   
 I. Schuldrechtliche Konstruktionen ..... 83
   
 1. Anlageformen mit einer erfolgsunabhängigen Gegenleistung ..... 83
   
 a) „Einfache“, nicht-nachrangige Darlehen ..... 83
   
 aa) Das sog. „echte“ Crowdlending ..... 83
   
 (1) Aufsichtsrechtliche Anforderungen ..... 83
   
 (2) Auswege ..... 85

bb) Das sog. „unechte“ Crowdlending .....	86
(1) Geschäftsmodell und rechtliche Rahmenbedingungen .....	86
(2) Regulatorische Anforderungen .....	87
b) Nachrangige Darlehen .....	89
aa) Geschäftsmodell und rechtliche Rahmenbedingungen .....	89
bb) Regulatorische Anforderungen .....	90
c) Anleihen .....	92
aa) Rechtliche Rahmenbedingungen .....	92
(1) Ausgabe der Anleihen durch das kapitalsuchende Unternehmen .....	93
(2) Wertpapierbasiertes Crowdlending: Ausgabe der Anleihen durch einen Dritten .....	93
bb) Regulatorische Anforderungen .....	94
2. Anlageformen mit einer erfolgsabhängigen Gegenleistung .....	94
a) Partiarische (Nachrang-)Darlehen .....	95
aa) Geschäftsmodell und rechtliche Rahmenbedingungen .....	95
bb) Regulatorische Anforderungen .....	95
b) Stille Beteiligungen .....	96
aa) Geschäftsmodell und rechtliche Rahmenbedingungen .....	96
bb) Regulatorische Anforderungen .....	97
c) Genussrechte .....	98
aa) Geschäftsmodell und rechtliche Rahmenbedingungen .....	98
bb) Regulatorische Anforderungen .....	99
d) Genussscheine .....	100
aa) Geschäftsmodell und rechtliche Rahmenbedingungen .....	100
bb) Regulatorische Anforderungen .....	100
e) Investment-Token .....	101
II. Gesellschaftsrechtliche Konstruktionen .....	103
1. Anteile an einer AG oder einer KGaA .....	104
a) Erlaubnispflicht des § 15 Abs. 1 WpIG .....	104
b) Prospektpflicht des Art. 3 Abs. 1 ProspektVO .....	104
2. Anteile an einer GmbH oder einer KG .....	106
a) Erlaubnispflichten .....	106
b) Prospektpflichten .....	107
D. Regulierung als Motor der tatsächlichen Verwendung .....	108
E. Zusammenfassung .....	110

*Drittes Kapitel*

**Die Verordnung der Europäischen Union zur Regulierung von  
Schwarmfinanzierungsdienstleistern (ECSP-VO) 112**

A. Bisheriger rechtlicher Rahmen des grenzüberschreitenden Crowdfundings zwischen den Mitgliedstaaten: ein Mangel an Harmonisierung .....	112
I. Bisherige Harmonisierung und grenzüberschreitende Anerkennung in der Europäischen Union .....	113
1. Erbringung von Wertpapierdienstleistungen: die MiFiD II-Richtlinie (RL 2014/65/EU) .....	113
a) Grundlagen: Möglichkeit grenzüberschreitender Tätigkeiten durch gegenseitige Anerkennung zwischen den Mitgliedstaaten .....	114
b) Begrenzter Anwendungsbereich .....	114
c) Fehlende Attraktivität im Anwendungsbereich .....	117
2. Billigung von Verkaufsprospekten im Zusammenhang mit Wertpapieren: die Wertpapierprospektverordnung (VO 2017/1129) .....	117
a) Einheitliche Vorgaben der Prospektpflicht .....	118
b) Grenzüberschreitende Anerkennung der Verkaufsprospekte .....	118
c) Begrenzter Anwendungsbereich .....	118
II. Individuelle Regulierung auf mitgliedstaatlicher Ebene .....	119
1. Unterschiedliche Ansätze der Regulierung .....	119
2. Unterschiedliche Anforderungen für Plattformbetreiber .....	120
III. Praktische Auswirkung: geringer Umfang an grenzüberschreitenden Tätigkeiten	122
B. Die Entstehung der ECSP-Verordnung .....	123
I. Entwicklung bis zum Vorschlag der Europäischen Kommission .....	124
1. Standpunkte der Kommission im Hinblick auf das Crowdfunding bis zum Jahr 2018 .....	124
2. Der FinTech-Aktionsplan .....	125
II. Kompetenz und Rechtsform .....	126
III. Vorschlag der Kommission .....	127
1. Leitlinien des Verordnungsvorschlags .....	128
2. Die Stellungnahme des Wirtschafts- und Sozialausschusses (EWSA) .....	129
IV. Erste Lesung des Europäischen Parlaments und vorbereitende Ausschussarbeiten .....	130
V. Kompromissvorschlag des Rates der Europäischen Union .....	132
VI. Informelles Trilog-Verfahren und politische Einigung .....	133
1. Gegenstand und Ablauf des Trilog-Verfahrens .....	133
2. Positionen der beteiligten Organe und politische Einigung .....	135
VII. Frühzeitige Einigung in zweiter Lesung gemäß Art. 294 Abs. 7 lit. a) AEUV	137
1. Festlegung der Standpunkte des Rates in erster Lesung und Annahme der Texte durch das Parlament in zweiter Lesung .....	137

2. Positionen Österreichs und Deutschlands .....	138
VIII. Schlussarbeiten .....	139
C. Leitlinien und wesentliche Regelungen der ECSP-Verordnung .....	139
I. Der Schwarmfinanzierungsdienstleister als Adressat .....	139
II. Zulassung eines Schwarmfinanzierungsdienstleisters nach Art. 12 ECSP-VO .....	141
1. Voraussetzungen der Zulassungserteilung .....	141
2. Das Zulassungsverfahren und der Umfang der Zulassung .....	142
III. Grenzüberschreitendes Tätigwerden der Schwarmfinanzierungsdienstleister ...	143
1. Entwicklung .....	143
2. Verfahren zur Erstreckung der Zulassung auf andere Mitgliedstaaten der Eu- ropäischen Union .....	144
IV. Zuständige Behörden und Aufgaben .....	145
1. Nationale Aufsicht bei europäischer Koordination .....	145
2. Wesentliche Aufgaben der zuständigen nationalen Behörde .....	147
V. Anlegerschützende Vorschriften .....	147
1. Dreiklang der regulatorischen Anforderungen .....	147
2. Organisatorische Anforderungen .....	148
3. Offenlegungspflichten .....	149
a) Allgemeine Informationspflichten in Art. 19 sowie Art. 20 ECSP-VO ...	150
b) Das Anlagebasisinformationsblatt .....	150
4. Aufsichtsrechtliche Anforderungen .....	152
5. Weitere Schutzmechanismen zugunsten sog. „nicht kundiger Anleger“ .....	152
VI. Verhältnis zu bestehenden Regelungen .....	154
1. Nationale Vorschriften, insbesondere Art. 1 Abs. 3 ECSP-VO .....	154
2. Richtlinie 2014/65/EU, MiFiD II .....	155
3. Verordnung (EU) 2017/1129, Prospektverordnung .....	156
4. Verordnung (EU) 1286/2014, PRIIP .....	156
5. Parallele Lizenzen, um verschiedene Tätigkeiten zu erbringen .....	157
VII. Inkrafttreten und Übergangsregelungen .....	157
D. Zusammenfassung .....	158

### *Viertes Kapitel*

<b>Abstrakte Bestimmung des Anwendungsbereichs der Verordnung</b> .....	<b>160</b>
A. Die Schwarmfinanzierungsdienstleistung im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. a) ECSP-VO: Grundlagen .....	160
I. „Zusammenführung von Geschäftsfinanzierungsinteressen“ als Programmsatz .....	161
1. Maß des Finanzierungsinteresses des Projektträgers .....	161
2. Grad der Beteiligung der Schwarmfinanzierungsplattform .....	163

II.	Akteure einer Schwarmfinanzierung .....	163
1.	Schwarmfinanzierungsdienstleister .....	164
2.	Projektträger .....	164
3.	Anleger .....	164
4.	Rechtsstrukturen zwischen Projektträger und Anleger .....	165
a)	Systematik: „Rechtsstrukturen“ als Oberbegriff .....	165
b)	Zweckgesellschaften im Sinne der ECSP-Verordnung .....	166
aa)	Einschränkende Verwendung auf Grundlage von Art. 3 Abs. 6 ECSP-VO .....	167
(1)	Illiquide Vermögenswerte im Sinne von Art. 3 Abs. 6 ECSP-VO .....	168
(2)	Unteilbare Vermögenswerte im Sinne von Art. 3 Abs. 6 ECSP-VO .....	168
bb)	Zwischenergebnis .....	169
c)	Sonstige Rechtsstrukturen unter der Verordnung .....	169
III.	Zusammenfassung .....	170
B.	Kreditbasierte Schwarmfinanzierung im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. a) i) ECSP-VO .....	171
I.	Anlagegegenstand: „Kredit“ .....	171
1.	Bestandteile einer Kreditvereinbarung im Sinne der Verordnung .....	171
2.	Insbesondere: „Unbedingtheit“ der Rückzahlungsverpflichtung .....	171
a)	Ausgangspunkt .....	172
aa)	Wortlaut .....	172
bb)	Zweck und Gesetzgebungsentwicklung .....	173
cc)	Auslegungsmöglichkeiten .....	174
b)	Verwendung des Begriffs der „Unbedingtheit“ auf Ebene der Europäischen Union .....	175
c)	Gleiches Verständnis wie in § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KWG? .....	176
aa)	Vergleich zwischen europäischem und deutschem Verständnis .....	177
bb)	Begriff der „Unbedingtheit“ nur im deutschen Recht .....	178
cc)	Folge für das Begriffsverständnis .....	178
d)	Ergebnis .....	179
II.	Dienstleistung im Rahmen der kreditbasierten Schwarmfinanzierung .....	179
1.	„Vermittlung von Krediten“ .....	179
a)	Erleichtern des Vertragsabschlusses .....	180
b)	Keine eigene oder organisatorische Beteiligung am Finanzfluss .....	181
c)	Zusammenfassung als Definition .....	182
2.	„Individuelle Verwaltung des Kreditportfolios“ .....	182
a)	Tatbestand der individuellen Verwaltung .....	184
b)	Verhältnis zum Tatbestand der „Vermittlung“ im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. a) i) ECSP-VO .....	185
3.	Zusammenfassung .....	185



C. Anlagebasierte Schwarmfinanzierung im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. a) ii) ECSP-VO	186
I. Anlageinstrument: „Übertragbare Wertpapiere“	186
1. Grundlagen: Verweis auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFiD II	187
a) Abweichende Auslegungspraxis in den Mitgliedstaaten	187
b) Grundvoraussetzung: Übertragbarkeit	188
c) Aufbau des Tatbestands	188
2. Die einzelnen Tatbestandselemente des Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFiD II	189
a) Standardisierung: Einordnungsmöglichkeit in eine Kategorie von Wertpapieren	189
b) Handelbarkeit auf dem Kapitalmarkt	192
aa) Kapitalmarkt	193
bb) Handelbarkeit	194
(1) Rechtliche Möglichkeit der Übertragung	195
(2) Umsetzbarkeit der Übertragung	195
(3) Liquider Sekundärmarkt als Voraussetzung der Handelbarkeit?	196
c) Kein Zahlungsinstrument	197
d) Zusätzliches Tatbestandsmerkmal der Vergleichbarkeit mit traditionellen Anlageformen?	198
3. Zusammenfassung	199
II. Anlageinstrument: „für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente“	199
1. Legaldefinition und Auslegung	201
a) Vorüberlegung: Verhältnis zwischen „übertragbaren Wertpapieren“ und „für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassenen Instrumenten“	201
aa) Unterschiede der Tatbestände	202
bb) Auslegung der „effektiven Übertragbarkeit“ entsprechend der „Handelbarkeit“?	203
cc) Zwischenergebnis: autonome Auslegung von Art. 2 Abs. 1 lit. n) ECSP-VO	204
b) Tatbestandsmerkmal: „Anteile einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung“	204
aa) Wortlaut	204
bb) Vergleich zu Verwendungen in anderen Rechtstexten der Europäischen Union	204
cc) Bezugspunkt der beschränkten Haftung	205
dd) Ergebnis	207
c) Tatbestandsmerkmal: „Beschränkungen [der Übertragbarkeit], durch die eine Übertragung der Anteile effektiv verhindert würde“	207
aa) Beschränkungen in Bezug auf die Übertragung an sich	208
bb) Vermarktungsbeschränkungen als Beschränkungen der Übertragbarkeit	209
(1) Beschränkung der Art und Weise des öffentlichen Angebots	209

(2) Beschränkung der Art und Weise des öffentlichen Bewerbens . . .	210
cc) Effektives Verhindern einer Übertragung . . . . .	210
dd) Bezugspunkt der effektiven Verhinderung der Übertragung . . . . .	211
2. Notwendigkeit einer Zulassung der unter Art. 2 Abs. 1 lit. n) ECSP-VO fallenden Anlageformen? . . . . .	213
a) Kein Verweis auf den Anhang der Verordnung . . . . .	214
b) Unterrichtung der ESMA in Art. 2 Abs. 3 ECSP-VO als Zulassung im Sinne von lit. n)? . . . . .	215
c) Gestattung auf Grundlage von Art. 2 Abs. 2 ECSP-VO . . . . .	216
d) Herangehensweise des Schwarmfinanzierung-Begleitgesetzes . . . . .	217
e) Ergebnis . . . . .	218
3. Zusammenfassung . . . . .	218
III. Dienstleistungen im Rahmen der anlagebasierten Schwarmfinanzierung . . . . .	219
1. Systematik . . . . .	219
a) Die gemeinsame Erbringung der Dienstleistungen als Kernelement . . . . .	219
b) Auslegung der Dienstleistungen im Sinne der Richtlinie 2014/65/EU (MiFiD II) . . . . .	220
2. „Platzierung – ohne feste Übernahmeverpflichtung im Sinne des Anhangs I Abschnitt A Nummer 7 der Richtlinie 2014/65/EU“ . . . . .	220
a) Platzierung der Anlageinstrumente . . . . .	221
b) Keine feste Übernahmeverpflichtung gegenüber dem Projektträger . . . . .	221
3. „Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen“ im Sinne von Anhang I Abschnitt A Nummer 1 der Richtlinie 2014/65/EU . . . . .	222
a) Definition . . . . .	222
b) Abgrenzung zur „Ausführung von Aufträgen im Namen des Kunden“ . . . . .	223
D. Bereichsausnahmen . . . . .	223
I. Nicht profitorientiertes Crowdfunding . . . . .	224
II. Consumer-Lending . . . . .	225
III. Krypto-Token und Initial Coin Offerings (ICOs) . . . . .	228
IV. Begrenzung des Umfangs . . . . .	230
E. Zusammenfassung . . . . .	232

### *Fünftes Kapitel*

#### **Anwendung der ECSP-Verordnung auf die Anlageformen des deutschen Rechts**

234

A. Kreditbasierte Schwarmfinanzierung im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. a) i) ECSP-VO	234
I. „Einfache“, nicht-nachrangige Darlehen im Sinne von § 488 Abs. 1 BGB . . . . .	234
1. Das Geschäftsmodell des „echten“ Crowdlendings . . . . .	234

2. Das Geschäftsmodell des „unechten“ Crowdlendings .....	235
a) Rechtliche Konstruktion und Regulierung im deutschen Recht .....	236
b) Subsumtion unter „Kredit“ im Sinne von Art. 2 Abs. 1 lit. b) ECSP-VO? .....	236
aa) Ausgangspunkt: Wortlaut .....	236
bb) Umsetzung des effet utile-Grundsatzes? .....	237
cc) Förderung von Direktanlagen .....	238
dd) Eingeschränkte Zulässigkeit der Zwischenschaltung von Rechtsstrukturen zwischen Anleger und Projektträger .....	238
(1) Zweckgesellschaft im Sinne der Verordnung? .....	238
(2) Zwischengeschaltete Rechtsstrukturen .....	239
c) Ergebnis .....	240
II. Nachrangige Darlehen .....	240
1. Verständnis und Regulierung im deutschen Recht .....	240
2. Nachrangigkeit von Darlehen als Bedingung .....	241
a) Begründung anhand der Definition auf der Ebene der Europäischen Union .....	242
aa) Vereinbarung eines einfachen Nachrangs .....	242
bb) Vereinbarung eines qualifizierten Nachrangs .....	242
b) Absichtliche Einschränkung des Anwendungsbereichs .....	243
3. Ergebnis .....	243
III. Partiarische Darlehen .....	244
1. Rechtliche Konstruktion .....	244
2. Subsumtion von partiarischen Darlehen unter „Kredit“ im Sinne der Verordnung .....	244
3. Unbedingte Verpflichtung zur Zahlung der gewinnabhängigen Vergütung .....	245
a) Subsumtion von gewinnabhängigen Vergütungselementen unter Zinsen im Sinne von lit. b)? .....	245
aa) Systematik innerhalb der ECSP-Verordnung .....	246
bb) Vergleich zum System der Europäischen Union .....	247
cc) Zwischenergebnis .....	247
b) Analoge Anwendung .....	247
aa) Gesetzeslücke im System des Sekundärrechts .....	249
bb) Interne, planwidrige Lücke sowie rechtliche Ähnlichkeit zwischen geregelter und ungeregelter Fall .....	249
c) Ergebnis .....	251
IV. Zusammenfassung .....	251
B. Anlagebasierte Schwarmfinanzierung im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. a) ii) ECSP-VO .....	251
I. „Übertragbare Wertpapiere“ .....	251
1. Anteile an einer Aktiengesellschaft (AG) .....	252
a) Keine Begrenzung auf Anteile an Aktiengesellschaften im Sinne des Aktiengesetzes .....	252

b) Subsumtion .....	253
aa) Standardisierung .....	253
bb) Handelbarkeit von Aktien .....	254
(1) Rechtliche Möglichkeit der Übertragung .....	254
(2) Tatsächliche Umsetzbarkeit der Übertragung .....	255
c) Ergebnis .....	256
2. Anteile an einer Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) .....	256
3. Anteile an einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) .....	257
a) Standardisierung .....	257
b) Handelbarkeit .....	258
4. Anteile an einer Kommanditgesellschaft (KG) .....	258
5. Anleihen .....	260
a) Anleihen als „übertragbare Wertpapiere“ .....	260
b) Subsumtion der in Betracht kommenden Geschäftsmodelle .....	261
aa) Wertpapierbasiertes Crowdlending .....	261
bb) Verbriefung von Darlehen .....	263
c) Ergebnis .....	263
6. Genussscheine .....	263
7. Zusammenfassung .....	264
II. „Für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassene Instrumente“ .....	264
1. Anteile an einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) im Sinne des GmbHG .....	265
a) Tatbestandsmerkmal: „Anteil einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung“ .....	265
b) Tatbestandsmerkmal: „Beschränkungen [der Übertragbarkeit], durch die eine Übertragung der Anteile effektiv verhindert würde“ .....	265
aa) Zustimmungspflicht der Gesellschaft gemäß § 15 Abs. 5 GmbHG ...	266
bb) Notarielles Beurkundungserfordernis der §§ 15 Abs. 3 und 4 GmbHG	267
cc) Auswege .....	269
(1) Modifikation beim Geschäftsmodell: Zulassung von Beteiligungen mit einer hinreichenden Anlagesumme .....	269
(2) Modifikation beim Hindernis: Abschaffung des notariellen Beurkundungserfordernisses .....	270
(a) Abschaffung des notariellen Beurkundungserfordernisses in Gänze .....	273
(b) Ausnahme für über Schwarmfinanzierungsplattformen erworbene Anteile an einer GmbH .....	273
(aa) Umsetzbarkeit .....	274
(bb) Das Beispiel Italien und Ausblick .....	276
c) Ergebnis .....	277

2. Anteile an einer Aktiengesellschaft (AG) .....	278
a) Gesellschaft mit beschränkter Haftung und Übertragbarkeit .....	278
b) Beschränkung der Übertragbarkeit .....	278
c) Ergebnis .....	280
3. Anteile an einer Kommanditgesellschaft (KG) .....	280
a) Keine beschränkte Haftung aller Gesellschafter der KG .....	280
b) Übertragbarkeit und Vinkulierung .....	281
c) Ergebnis .....	283
4. Anteile an einer Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) .....	283
5. Anteile an einer stillen Gesellschaft .....	284
a) Übertragbarkeit der Beteiligung .....	284
b) Die stille Gesellschaft als „Gesellschaft“ im Sinne von lit. n)? .....	286
c) Ergebnis .....	287
III. Zwischenergebnis .....	287
C. Zusammenfassung und Ergebnis .....	287
<b>Schlussbetrachtung .....</b>	<b>289</b>
A. Charakter der Verordnung: Zwingende Anwendung in einem begrenzten Anwendungsbereich .....	289
B. Das disruptive Potenzial der ECSP-Verordnung: grenzüberschreitendes Tätigwerden und anwendbare Anlageformen .....	290
C. Ausblick .....	292
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>294</b>
<b>Sachwortverzeichnis .....</b>	<b>326</b>